



医药生物

优于大市（维持）

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

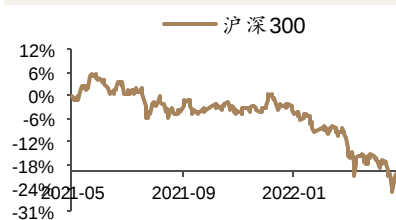
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

张俊

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

1. 《-医药行业周报：疫情曙光+基金Q1加仓，持续关注抗疫+复苏》，2022.4.24

CXO 行业专题：业绩靓丽，估值合理，行业持续高景气度

投资要点：

- **CXO 板块回调后或已见底，板块价值凸显**：2021 年 6 月 30 日至今，CXO 板块下跌 36.9%，回调显著，板块估值已下调至 52.6 倍，21 年平均估值为 93 倍，最高达 130 倍，当前估值已回归合理区间，投资价值凸显。从基金持仓来看，2022Q1 公募基金重仓的前十大医药股中，CXO 公司共有 5 家，占据半壁江山，其中药明康德 2022Q1 重仓持仓市值达 715 亿，稳居公募基金医药重仓持仓市值首位。
- **2021&2022Q1 业绩靓丽，多项指标展现行业高景气度**：A 股 CXO 公司 2021 年实现总营收 566.0 亿，同比增长 43.4%，实现归母净利润 135.2 亿，同比增长 62.3%；2022Q1 实现营收 195.8 亿，同比增长 72.4%，实现归母净利润 39.3 亿，同比增长 36.1%，业绩表现靓丽。经营效率提升显著，板块整体归母净利率上升 2.8 pct，销售/管理/财务费用率分别下降 0.4pct/1.4 pct/2.5 pct，行业规模效益渐显。此外，头部 CXO 公司订单充足，员工人数不断攀升，资本支出、固定资产及在建工程均提升显著，产能持续扩张，CXO 行业持续高景气度。
- **新药研发热度不减，CXO 行业需求旺盛**：2021 年生物医药领域投融资总额近 3699.1 亿，同比增长 31.7%，投融资事件数达 1273 起，同比增长 34%，2022Q1 投融资金额虽然稍有下滑，整体水平仍然处在历史高位，行业热度不减；全球及国内新药研发投入持续走高，预计 2022 年全球新药研发投入规模将突破 2000 亿美元；新药临床项目屡创新高，国内 IND 数量近 3 年 CAGR 达 47%。
- **投资建议**：CXO 企业受益于国内创新药研发浪潮，21 年到 22Q1 国内 CXO 公司业绩均维持高增长，订单充足，产能持续扩张，行业景气度依旧，未来业绩确定性高。同时新技术的发展，也将驱动行业维持快速增长态势。近年内受到海内外政策不确定性+短期投融资等因素扰动，CXO 行业估值已经调整至历史低位，投资价值凸显。建议关注：**1) 业绩确定性强的 CDMO**：包括药明康德、凯莱英和博腾股份等；**2) 布局细胞基因治疗的创新 CXO 企业**：包括药明康德、博腾股份、金斯瑞生物科技、和元生物等。
- **风险提示**：国内外政策风险、行业竞争加剧、投资并购不及预期、行业需求增长不及预期。

内容目录

1. CXO 板块行情回顾：回调后或已见底，板块价值凸显.....	4
2. 2021&2022Q1 业绩靓丽，多项指标展现行业高景气度	6
3. 新药研发热度不减，CXO 行业需求持续旺盛.....	10
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

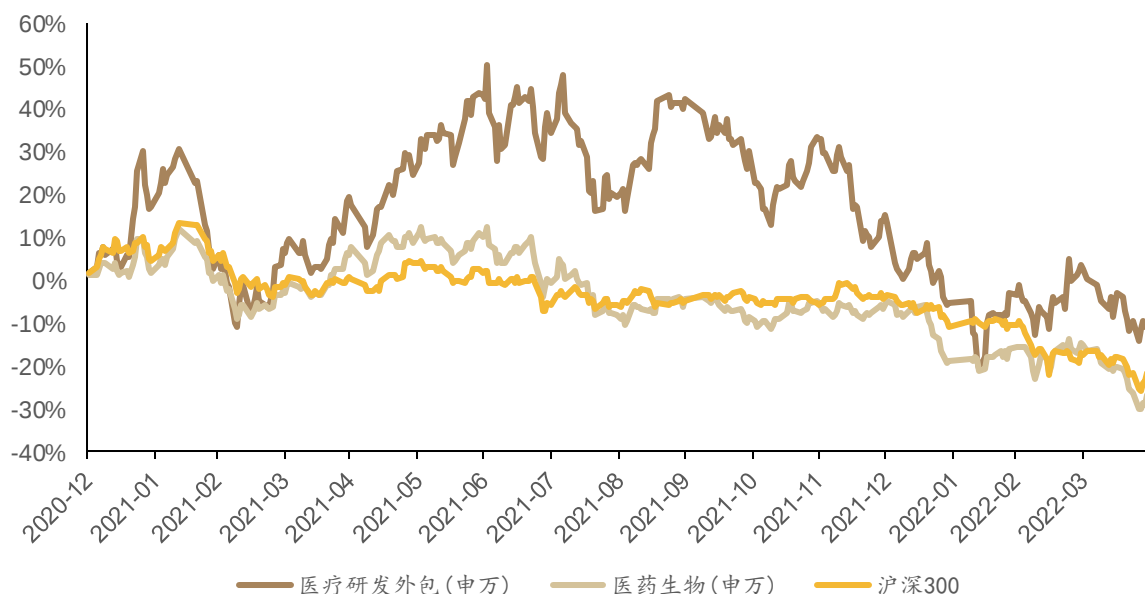
图表目录

图 1: CXO 板块行情走势.....	4
图 2: CXO 板块 PE (TTM) 情况 (倍)	4
图 3: CXO 板块营收总额及增速.....	6
图 4: CXO 板块归母净利润总额及增速.....	6
图 5: CXO 板块营收总额及增速 (单季度)	6
图 6: CXO 板块归母净利润总额及增速 (单季度)	6
图 7: CXO 板块公司毛利率及净利率 (整体法)	6
图 8: CXO 板块公司期间费用率 (整体法)	6
图 9: 部分 CXO 公司员工数量 (人)	8
图 10: 部分 CXO 公司资本开支情况 (亿元)	8
图 11: 部分 CXO 公司固定资产情况 (亿元)	9
图 12: 部分 CXO 公司在建工程情况 (亿元)	9
图 13: 全球生物医药领域投融资趋势.....	10
图 14: 中国生物医药领域投融资趋势.....	10
图 15: 全球及中国医药行业新药研发投入 (十亿美元, %)	10
图 16: 中国历年首次 IND 创新药数量.....	11
图 17: 全球历年临床试验启动数量情况	11
表 1: 部分 CXO 公司估值、行情及绩表现.....	5
表 2: 2022Q1 公募基金重仓持仓医药股 top10	5
表 3: 2021 及 2022Q1 CXO 板块热点公司营收及利润增速	7
表 4: 部分 CXO 合同负债、存货以及订单情况.....	7

1. CXO 板块行情回顾：回调后或已见底，板块价值凸显

2021 年中以来，CXO 板块回调显著，当前或已见底。2021 年 6 月 30 日至今，CXO 板块（申万医疗研发外包指数）下跌 36.9%，同期医药生物板块（申万）整体下跌 33.6%，沪深 300 指数下跌 22.6%，受医药板块整体调整影响，CXO 板块回调显著；2022 年 2 月末至今，CXO 板块下跌 6.7%，同期医药生物板块下跌 13.0%，沪深 300 下跌 12.2%，近两月来 CXO 板块相对稳定，跑赢医药生物 6.3%。

图 1：CXO 板块行情走势



资料来源：wind，德邦研究所

CXO 整体估值回归合理区间，板块价值凸显。2021 年全年 CXO 板块平均 PE（TTM）约 93 倍，最高达 130.6 倍，2022 年 1-4 月 CXO 板块平均 PE 降低至 62.3 倍，截至 4 月末约 52.6 倍。根据我们统计，A 股 18 家 CXO 公司 2021 年营收与归母净利增速分别为 43.4%/62.3%，2022Q1 分别为 72.4%/36.1%，CXO 板块估值经过近一年调整后回归合理区间，在靓丽业绩的支撑下板块价值凸显。

图 2：CXO 板块 PE（TTM）情况（倍）



资料来源：wind，德邦研究所

多家 CXO 公司估值下调至历史低位，业绩表现依旧靓丽。从个股来看，近一年来多家 CXO 公司经过较大幅度的回调，在 A 股 13 家核心 CXO 公司中，21 年年中至今有 10 家跌幅超 20%，7 家超 30%，多家估值从超过 100 倍的高点回调至 50 倍左右，已经低于 2019 年 60.5 倍的估值平均水平。从 2021 年及 2022 年一季报表现来看，各大 CXO 公司业绩表现依旧靓丽，而且在充足订单的支撑下 2022 全年业绩确定性强。

表 1：部分 CXO 公司估值、行情及绩表现

代码	公司	市值 (亿元)	PE(TTM)	2022 年初至今		2021		2022Q1	
				涨跌幅	涨跌幅	收入增速	利润增速	收入增速	利润增速
603259.SH	药明康德	3001.70	58.23	-14%	-35%	38.5%	72.2%	71.2%	9.5%
300759.SZ	康龙化成	930.73	59.75	-12%	-42%	45.0%	41.7%	41.2%	1.3%
300347.SZ	泰格医药	748.17	26.60	-30%	-54%	63.3%	64.3%	101.5%	13.8%
002821.SZ	凯莱英	679.93	49.91	-41%	-30%	47.3%	48.1%	165.3%	223.6%
300363.SZ	博腾股份	400.83	49.02	-21%	-11%	49.9%	61.5%	165.8%	333.5%
603456.SH	九洲药业	392.82	52.56	-19%	-3%	53.5%	66.6%	60.5%	120.1%
603127.SH	昭衍新药	349.57	64.40	-16%	-24%	41.0%	77.0%	34.8%	34.3%
688202.SH	美迪西	237.16	75.46	-22%	-26%	75.3%	118.1%	65.8%	71.1%
300725.SZ	药石科技	153.45	31.47	-46%	-53%	17.5%	164.1%	17.4%	1.5%
688131.SH	皓元医药	102.91	51.68	-45%	-61%	52.6%	48.7%	33.0%	15.1%
688238.SH	和元生物	84.34	148.07	-22%	-22%	78.6%	-42.5%	56.8%	28.8%
688621.SH	阳光诺和	75.99	64.11	-21%	1%	42.1%	45.8%	54.5%	62.7%
301096.SZ	百诚医药	66.39	52.57	-29%	-39%	80.6%	93.5%	114.3%	352.6%

资料来源：wind，德邦研究所

CXO 板块持续受到公募基金青睐，2022Q1 重仓基金数量增长显著。根据 2022Q1 公募基金持仓情况统计，公募基金重仓的前十大医药股中，CXO 公司共有 5 家，占据半壁江山，其中药明康德 2022Q1 重仓持仓市值达 715 亿，稳居公募基金医药重仓持仓市值首位。同时，持有 CXO 公司基金数量增长显著，其中药明康德 2022Q1 重仓基金数达 859 家，较 2021Q4 增长 30.5%，凯莱英、博腾股份、泰格医药、康龙化成分别增长 9.5%/83.2%/35.8%/63.9%。

表 2：2022Q1 公募基金重仓持仓医药股 top10

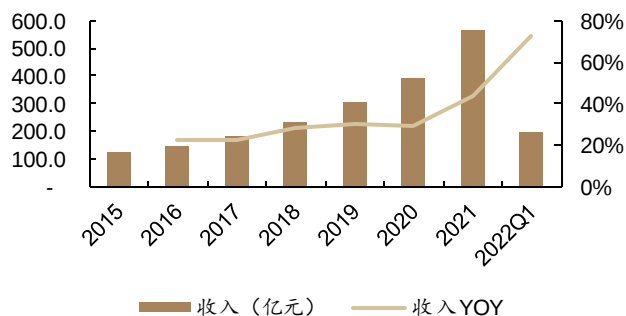
公司	板块	2022Q1 涨跌幅	基金重仓市值/ 流通市值	基金重仓持仓市值 (亿元)			基金重仓持仓数量 (支)		
				2022Q1	2021Q4	变动	2022Q1	2021Q4	变动
药明康德	CXO	-6%	22%	715	639	76	859	658	201
迈瑞医疗	医疗器械	-20%	14%	441	510	-69	540	516	24
智飞生物	疫苗	10%	7%	264	153	111	523	227	296
凯莱英	CXO	-20%	29%	207	261	-54	242	221	21
爱尔眼科	医疗服务	-28%	13%	164	221	-57	159	181	-22
博腾股份	CXO	4%	24%	153	128	26	196	107	89
泰格医药	CXO	-15%	22%	145	178	-32	201	148	53
康龙化成	CXO	-17%	13%	95	99	-3	100	61	39
爱美客	医美	-13%	6%	80	57	23	134	90	44
沃森生物	疫苗	-4%	6%	80	54	26	112	101	11

资料来源：wind，德邦研究所

2. 2021&2022Q1 业绩靓丽，多项指标展现行业高景气度

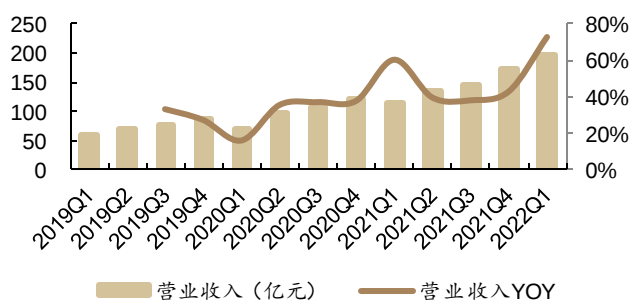
收入、利润：CXO 板块 21 年到 22Q1 业绩均维持高增长，行业景气度依旧。
18 家 CXO 公司 2021 年实现收入总额为 566.0 亿元，同比增长 43.4%；实现归母净利润 135.2 亿元，同比增长 62.3%。2022Q1 单季度实现营收 195.8 亿元，同比增长 72.4%；实现归母净利润 39.3 亿元，同比增长 36.1%。

图 3：CXO 板块营收总额及增速



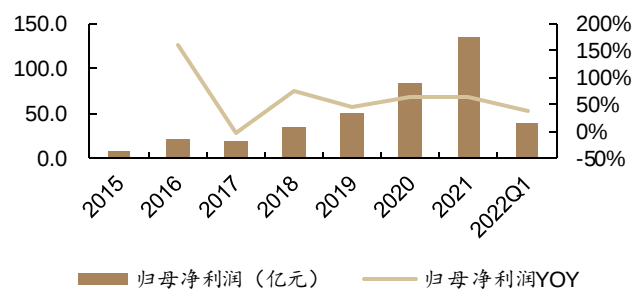
资料来源：wind，德邦研究所

图 5：CXO 板块营收总额及增速（单季度）



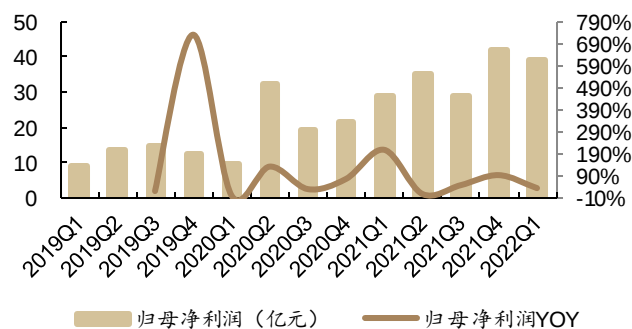
资料来源：wind，德邦研究所

图 4：CXO 板块归母净利润总额及增速



资料来源：wind，德邦研究所

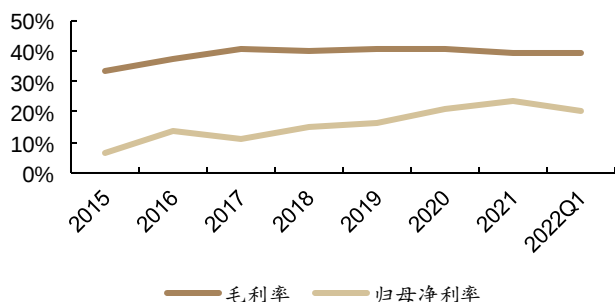
图 6：CXO 板块归母净利润总额及增速（单季度）



资料来源：wind，德邦研究所

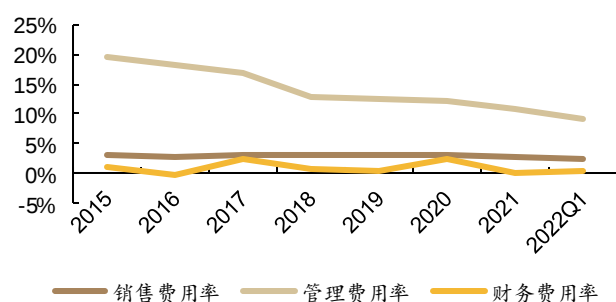
利润率、费用率：经营效率提升，费用率持续走低，规模效应渐显。2021 年 CXO 公司毛利率为 39.4%，相较 2020 年底下降 1.6 pct，近年行业毛利率相对稳定，小幅的下调可能与人民币对美元汇率有关，CXO 板块海外业务较多；2021 年 CXO 板块归母净利率为 23.9%，相较 2020 年底上升 2.8 pct，净利率提升显著。板块费用率持续走低，2021 年板块整体销售费用率下降 0.4pct，管理费用率下降 1.4 pct，财务费用率下降 2.5 pct，行业规模效益渐显。

图 7：CXO 板块公司毛利率及净利率（整体法）



资料来源：wind，德邦研究所

图 8：CXO 板块公司期间费用率（整体法）



资料来源：wind，德邦研究所

重点公司业绩维持高增速，头部集中下，龙头公司有望持续受益。从收入与利润增速来看，头部公司在2021年-2022Q1基本都维持高增速，部分公司2022Q1归母利润增速相对较低，主要系非经常损益影响，如药明康德、康龙化成、泰格医药扣非归母净利润分别为106.5%、30.8%、65.3%。

表 3：2021 及 2022Q1 CXO 板块热点公司营收及利润增速

	营业收入增速		归母净利润增速	
	2021	2022Q1	2021	2022Q1
药明康德	38.5%	71.2%	72.2%	9.5%
康龙化成	45.0%	41.2%	41.7%	1.3%
泰格医药	63.3%	101.5%	64.3%	13.8%
凯莱英	47.3%	165.3%	48.1%	223.6%
博腾股份	49.9%	165.8%	61.5%	333.5%
九洲药业	53.5%	60.5%	66.6%	120.1%
昭衍新药	41.0%	34.8%	77.0%	34.3%
美迪西	75.3%	65.8%	118.1%	71.1%
和元生物	78.6%	56.8%	-42.5%	28.8%
阳光诺和	42.1%	54.5%	45.8%	62.7%
百诚医药	80.6%	114.3%	93.5%	352.6%
博济医药	24.5%	34.3%	128.9%	69.1%

资料来源：Wind，德邦研究所

订单：CXO 公司订单充足，业绩确定性高。存货与合同负债一定程度上可以反应部分 CXO 公司执行订单与未来新签订单情况，A 股 CXO 公司 2021 年-2022Q1 存货与合同负债均展现高速增长趋势。从部分公司披露的订单情况来看，各大 CXO 公司在手订单充足，新签订单增长显著，充足的订单为 CXO 公司未来业绩的确定性提供了保障。

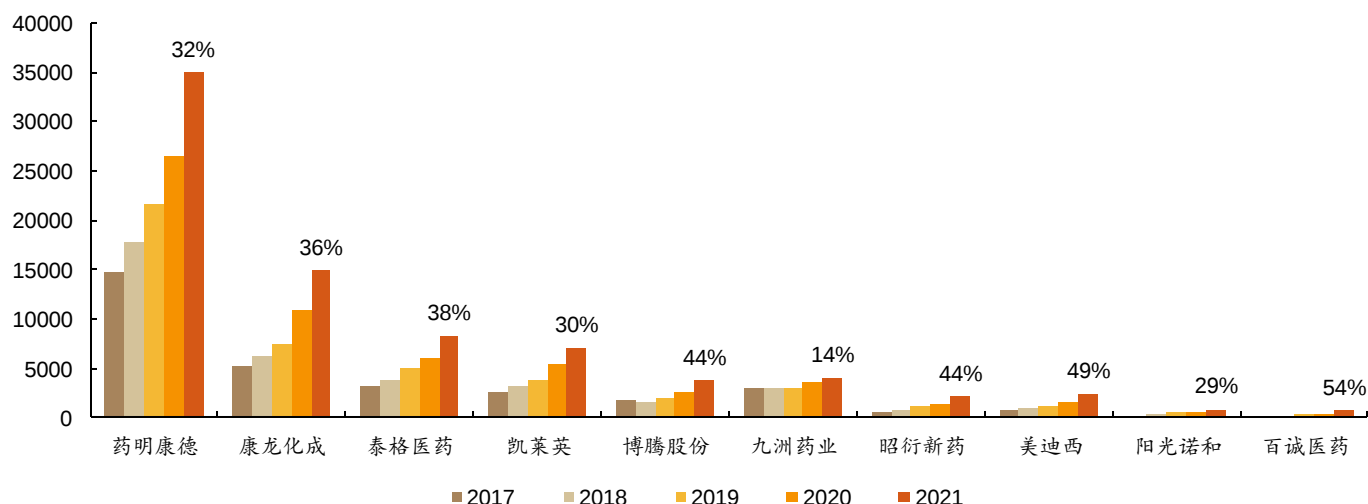
表 4：部分 CXO 合同负债、存货以及订单情况

公司	2021				2022Q1				订单情况
	合同负债 (亿元)	合同负债增速	存货 (亿元)	存货增速	合同负债 (亿元)	合同负债增速	存货 (亿元)	存货增速	
药明康德	29.9	88.9%	59.1	119.9%	33.0	101.6%	64.1	107.9%	2022 年 1-2 月在手订单同比增长超 65%
康龙化成	6.8	43.6%	6.8	141.5%	7.5	35.5%	7.9	147.4%	-
泰格医药	7.9	62.9%	0.1	29.1%	8.4	34.3%	0.1	45.2%	2021 年新增合同金额 96.5 亿，同比增长 74.22；2022 年 1-2 月新签订单同比增长超过 65%
凯莱英	1.3	44.8%	14.0	92.2%	1.4	2.5%	17.1	113.3%	2021 年末在手订单 125.3 亿，同比增长 320%，1-2 月在手订单规模创历史新高
博腾股份	0.6	121.2%	7.6	76.3%	0.5	22.6%	9.8	110.8%	21 年 11 月合同公告重大订单约 14.3 亿，21 年确认收入 32 亿；22 年 2 月公告重大合同订单约 44.9 亿；21 年制剂业务新签订单 0.7 亿，GCT 业务新签订单 1.3 亿
九洲药业	0.5	118.1%	16.8	43.8%	0.7	30.9%	17.4	32.2%	-
昭衍新药	9.7	66.6%	7.0	72.5%	12.6	82.2%	8.7	66.6%	2021 年签署订单超过 28 亿，其中境内公司 25.5 亿，同比增长 65%，在手订单约 29 亿；2022Q1 新签订单超过 10 亿，同比增长超 65%，在手订单超 36 亿
美迪西	1.5	182.6%	0.8	155.4%	1.3	108.6%	1.4	224.6%	2021 年新签订单 24.5 亿，同比增长 87.77%，其中药物发现 6.8 亿，同比增长 76.6%，药学研究 3.6 亿，同比增长 56.7%
阳光诺和	2.0	55.8%	0.1	24.7%	1.9	28.0%	0.1	69.0%	2021 年新签订单 9.3 亿元，同比增长 76.4%，累计存量订单 15.7 亿元
百诚医药	0.7	41.2%	0.2	531.2%	0.6	-	0.3	-	2021 年末在手订单 8.93 亿（不含税），新增订单金额为 8.08 亿元（含税）

资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所 注：百诚医药于 2021 年 12 月上市，故暂无 22Q1 增速数据

人员：头部公司人员规模持续扩张，CXO 行业工程师效应仍在，下游需求充足。从员工人数来看，国内 CXO 公司仍然处于人员规模高速扩张期，CXO 龙头药明康德 2021 年末员工人数达 3.5 万人，同比增长 32%，其他多家 CXO 公司亦在高速扩张员工数量，国内 CXO 行业工程师效应仍然存在，海外订单国内转移趋势不变。

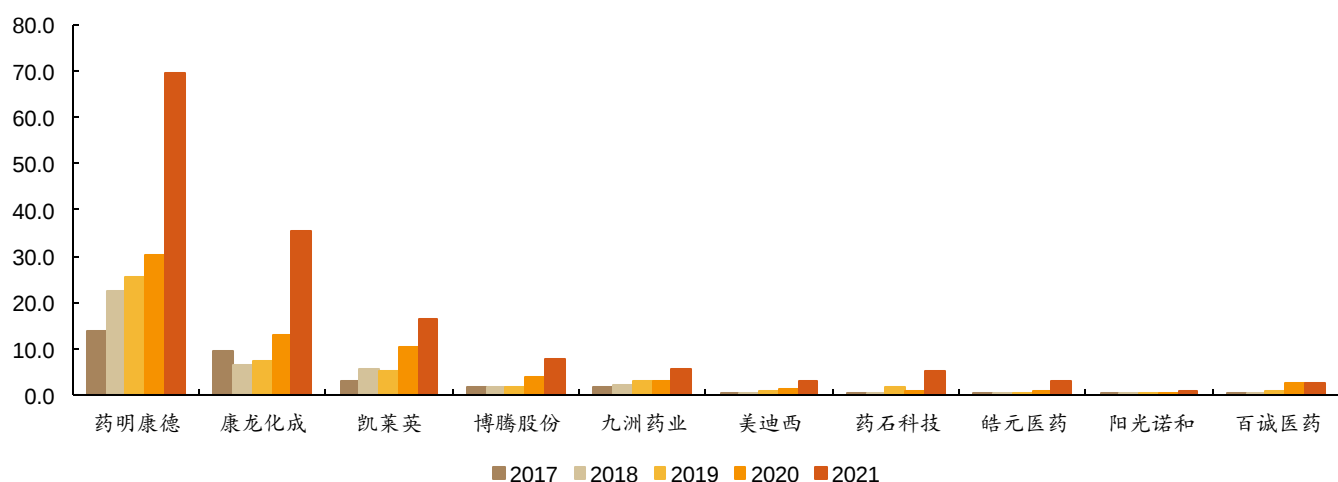
图 9：部分 CXO 公司员工数量（人）



资料来源：wind，德邦研究所 注：图中标注为对应公司 21 年员工数量增速

资本开支：资本开支扩大，产能持续扩张。CXO 公司，尤其是 CDMO 公司的资本开支多用于产能建设相关，资本开支规模扩大代表公司产能建设持续进行中。以药明康德为例，2021 年公司资本开支达 69.4 亿，同比增长 129%，且公司预计 2022 年资本开支将进一步增长至 90-100 亿以加速推进产能建设与国际化布局。此外，多家 CXO 公司资本开支亦大幅增长，2021 年康龙化成同比增长 168%，凯莱英增长 64%，博腾股份同比增长 97%。

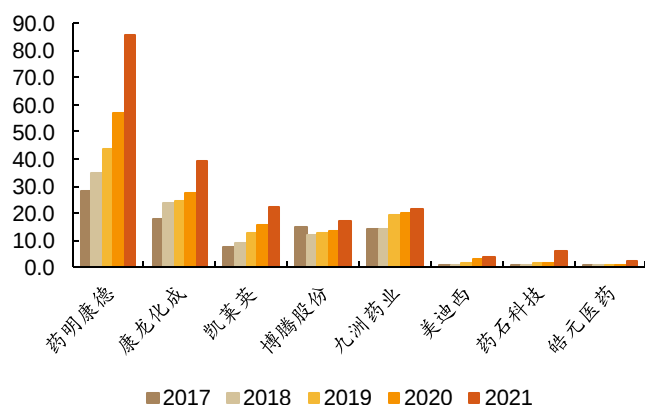
图 10：部分 CXO 公司资本开支情况（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

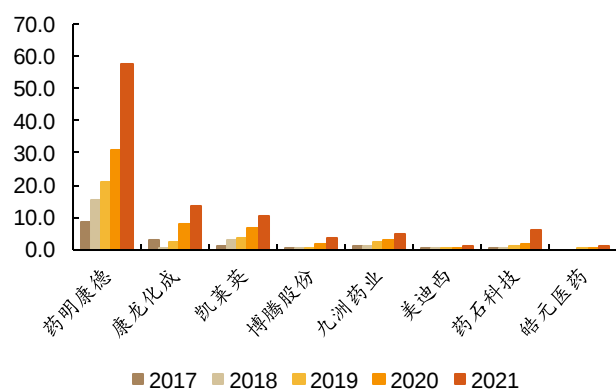
固定资产、在建工程：固定资产稳步增长，在建工程加速提升，未来产能有望持续释放。各大 CXO 公司的固定资产稳步增长，在建工程亦逐年加速增长，预计主要增量来自产能扩张规划，各大龙头公司产能有望持续释放。

图 11：部分 CXO 公司固定资产情况（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 12：部分 CXO 公司在建工程情况（亿元）

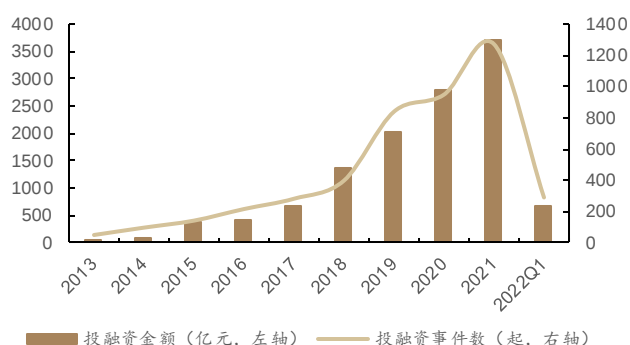


资料来源：wind，德邦研究所

3. 新药研发热度不减，CXO 行业需求持续旺盛

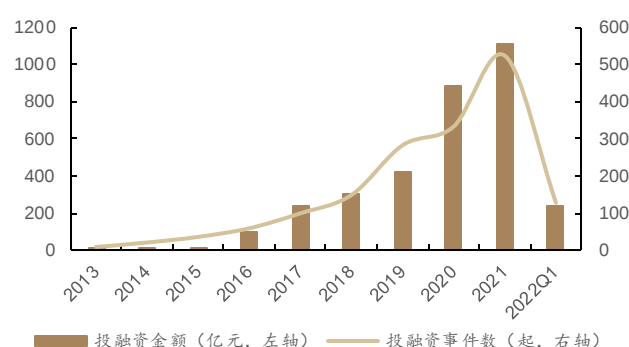
生物医药投融资：投融资金额仍处于历史高位，行业热度不减。根据动脉网统计的全球生物医药领域投融资数据，2021 年生物医药领域投融资总额近 3699.1 亿，同比增长 31.7%，投融资事件数达 1273 起，同比增长 34%，2022Q1 全球生物医药投融资约 687.2 亿元，融资事件 292 起；国内 2021 年生物医药投融资总额达 1113.6 亿元，同比增长 26.0%，投融资事件数达 522 起，同比增长 56.8%，2022Q1 国内生物医药领域投融资金额达 234.7 亿元。2022Q1 全球与中国生物医药行业投融资金额虽然稍有下滑，整体水平仍然处在历史高位水平，随着 GCT 等新兴技术领域不断涌现，行业投资热度不减。

图 13：全球生物医药领域投融资趋势



资料来源：动脉网，德邦研究所

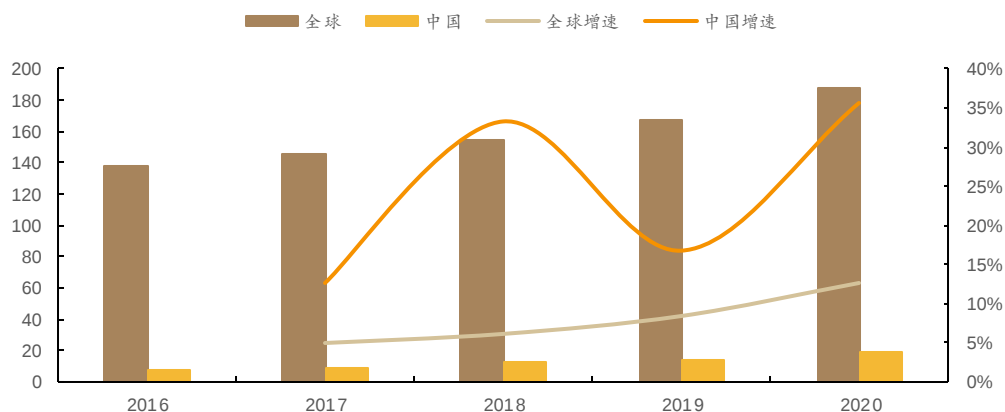
图 14：中国生物医药领域投融资趋势



资料来源：动脉网，德邦研究所

新药研发投入：全球新药研发投入预计突破 2000 亿美元，国内新药研发投入加速增长。根据 IQVIA 数据统计，2020 年全球新药研发投入达 1880 亿美元，预计 2022 年有望达到 2240 亿美元。根据 Endpoints News 发布的数据，2021 年全球 top15 医药企业研发投入总计达 1240 亿美元。国内来看，2020 年中国新药研发支出达 190 亿美元，同比增长 36%，国内新药研发投入加速增长，预计 2023 年有望突破 300 亿美元。

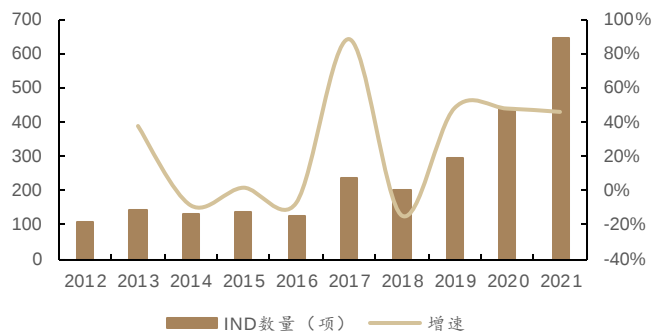
图 15：全球及中国医药行业新药研发投入（十亿美元，%）



资料来源：IQVIA，德邦研究所

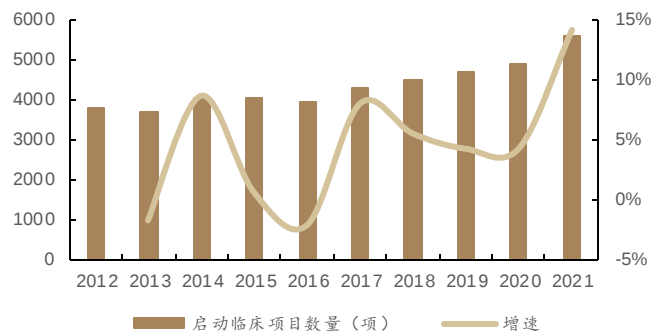
新药项目：国内 IND 数量高速增长，新药研发需求持续高涨。新冠防治需求加速全球临床试验数量恢复两位数增长，2021 年全球启动临床数量达 5578 项，同比增长 14%。国内新药研发热情高涨，2018 年以后，随着政策支持明确，新药 IND 数量高速增长，近 3 年 CAGR 达 47%。全球新冠与新技术带来的研发需求与国内创新药转型的高研发热情，为国内 CXO 公司带来新的机遇。

图 16：中国历年首次 IND 创新药数量



资料来源：医药魔方，德邦研究所

图 17：全球历年临床试验启动数量情况



资料来源：Citeline Trialtrove，德邦研究所

4. 投资建议

CXO 企业受益于国内创新药研发浪潮、工程师红利和产能转移等积极因素，正快速成长，在全球供应链体系中已占据重要战略性地位。21 年到 22Q1 国内 CXO 公司业绩均维持高增长，订单充足，产能持续扩张，行业景气度依旧，未来业绩确定性强。同时新技术的发展，也将驱动行业维持快速增长态势。近年内受到海内外政策不确定性+短期投融资等因素扰动，CXO 行业估值已经调整至历史低位，投资价值凸显。建议关注：

1) **业绩确定性强的一线 CDMO**：包括药明康德、凯莱英和博腾股份等；

2) **布局细胞基因治疗的创新 CXO 企业**：包括药明康德、博腾股份、金斯瑞生物科技、和元生物等。

5. 风险提示

- 1、国内外政策风险；
- 2、行业竞争加剧；
- 3、投资并购不及预期；
- 4、行业需求增长不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。